

Bertrand Fages
Agrégé des Facultés de droit
Professeur à l'Ecole de droit de la Sorbonne

Paris, le 24 novembre 2016

Synthèse des réponses à la consultation publique du 24 mai 2016 relative à la révision du code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées

La présente synthèse, ainsi que les diligences qu'elle a nécessitées, ont été conduites en toute indépendance vis-à-vis des deux organisations représentatives des entreprises en charge de l'élaboration du code et des participants à la consultation. Son auteur a agi en sa seule qualité d'universitaire sans représenter les intérêts particuliers de telles ou telles parties prenantes.

1. Pour la première fois à l'occasion de la révision du code de gouvernement d'entreprise qu'elles ont pour mission d'élaborer¹, l'Afep et le MEDEF ont lancé une consultation publique portant sur un certain nombre de propositions précises et permettant aux participants de formuler des observations générales.

Cette consultation publique a été facilitée par la mise en ligne d'un site dédié comprenant la version consultable et téléchargeable de la version du code révisé soumise à consultation, ainsi qu'un tableau comparatif avec la version précédente².

Un délai raisonnable et utile de six semaines a été ouvert, qui a pu être prolongé de quelques jours pour ceux des participants en ayant fait la demande. La forme et la langue des réponses n'ont pas été contraintes. Le choix a été laissé aux participants d'accepter ou non que leur nom soit cité comme ayant répondu à la consultation.

2. Les participants à la consultation ont été nombreux.

Des particuliers se sont exprimés en des termes très libres et souvent de façon anonyme. Toutes leurs réponses ont été examinées, y compris lorsqu'elles se plaçaient d'elles-mêmes, par la nature de leur propos, hors du champ de la consultation.

Les contributions les plus substantielles sont venues :

- du Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise (HCGE) ;

¹Art. L. 225-37 et L. 225-68 C. com.

²www.consultation.codeafepmedef.fr

- d'émetteurs : Cap Gemini, Nexans, Sanofi ;
- de diverses associations professionnelles : Association Française de la Gestion financière (AFG), Association nationale des sociétés par actions (ANSA), Association pour le patrimoine et l'actionnariat individuel (APAI), Fédération française des associations d'actionnaires salariés et anciens salariés (FAS), Fédération des investisseurs individuels et des clubs d'investissement (F2iC), Institut français des administrateurs (IFA), Société des ingénieurs et scientifiques de France (IESF) ;
- d'investisseurs : Amundi, BlackRock, Caisse des Dépôts et des Consignations (CDC), Hermes Investment Management, Mirova ;
- d'agences de conseil en vote : Institutional Shareholder Services Inc. (ISS), Proxinvest ;
- de la Chambre de commerce et d'industrie (CCI) de Paris Ile-de-France ;
- d'un groupe de travail réuni par le Club des juristes³ ;
- de cabinets d'avocats (Dechert, Skadden, Sullivan & Cromwell) ;
- et de diverses sociétés de conseil en rémunération (Essere associés, Ethics and Boards, Willis Tower Watson).

3. Parallèlement à la phase de consultation publique, l'Afep et le MEDEF ont continué de dialoguer avec l'Autorité des marchés financiers ainsi qu'ils l'avaient fait lors des révisions précédentes.

4. La méthodologie adoptée pour le traitement des réponses à la consultation publique a été la suivante :

- les réponses ont été traitées sous les différentes questions posées dans la consultation. Elles ont également été regroupées dans un document de travail unique et rangées sous les paragraphes correspondant du code, de sorte que l'Afep et le MEDEF d'une part, et l'auteur de la présente synthèse d'autre part, ont pu avoir une vision claire, ordonnée et complète des différentes réactions et propositions ;
- ces réponses, ainsi que les observations faites par l'auteur de la présente synthèse, ont ensuite été examinées lors de quatre sessions de travail réunissant directeurs juridiques et secrétaires de conseils de sociétés du SBF se référant au code ;

³ La réponse de ce groupe de travail peut être vue sur : <http://www.leclubdesjuristes.com/groupe-de-travail-consultation-afep-medef>

- des réunions se sont tenues entre les directrices juridiques des deux organisations et l'auteur de la présente synthèse ;
- à l'issue de l'ensemble de ces réunions, la version révisée a été soumise pour approbation définitive aux instances décisionnelles des deux organisations.

5. Les réponses à la consultation publique révèlent une très large adhésion des participants à la démarche et à la méthodologie du gouvernement d'entreprise dont la légitimité, l'efficacité et les grandes orientations font l'objet d'un indéniable consensus. Il a notamment été observé que le code a gagné en maturité, tant dans son contenu (qui tient compte à la fois de l'évolution des pratiques de place et des pistes de réflexion de l'AMF), que dans sa forme (avec une structure et une rédaction épurées et claires) et dans sa procédure de révision, dont plusieurs participants ont salué l'ouverture. Un émetteur a souligné que les rapports du régulateur boursier et du HCGE sont une excellente garantie de l'application du code et de son évolution régulière.

6. Cette observation générale étant faite, les réponses portent à la fois sur les propositions soumises à consultation (Première Partie) et sur d'autres aspects du code de gouvernement d'entreprise (Seconde Partie).

Table des matières

Première Partie - Les propositions soumises à consultation	6
I. - Définition des dirigeants mandataires sociaux	6
II. - Administrateur référent (§ 6.3).....	7
III. - Féminisation des conseils	7
IV. - Critères d'indépendance des administrateurs	8
A. Périmètre des sociétés au sein desquelles un administrateur, pour être qualifié d'indépendant, ne doit pas être ou avoir été salarié, dirigeant mandataire social exécutif ou administrateur au cours des cinq années précédentes (§ 8.5.1)	8
B. Critères d'appréciation du caractère significatif d'une relation d'affaires (§ 8.5.3)	9
C. Délai des 12 ans (§ 8.5.6).....	9
D. Non-indépendance du dirigeant mandataire social non-exécutif percevant une rémunération variable en numéraires ou des titres ou toute rémunération liée à la performance de la société ou du groupe (§ 8.6)	10
E. Seuil de 10% en capital et en droits de vote (§ 8.7).....	10
V. - Comité d'audit (§ 15)	11
VI. - Obligation de détention d'actions / accord de non-concurrence	11
A. Obligation de détention d'actions des dirigeants mandataires sociaux (§ 22) et des administrateurs (§ 19).....	11
B. Conclusion d'un accord de non-concurrence (§ 23)	12
VII. - Principes généraux de détermination de la rémunération des dirigeants mandataires sociaux exécutifs, rôle du conseil d'administration, paragraphe spécifique aux sociétés en commandites par actions.....	14
A. Rôle du conseil d'administration (§ 24.1.1).....	14
B. Principes généraux de détermination de la rémunération des dirigeants mandataires sociaux exécutifs (§ 24.1.2)	15
C. Application des principes aux sociétés en commandite par actions (§ 24.1.3)	15
VIII. - Rémunération des dirigeants mandataires sociaux non-exécutifs (§ 24.2)	16
IX. - Critères de performance (§ 24.3.2).....	16
X. - Critères qualitatifs et critères quantifiables (§ 24.3.2)	17
XI. - Rémunérations de long terme (§ 24.3.3)	18

XII. - Rémunérations exceptionnelles des dirigeants mandataires sociaux exécutifs (§ 24.3.4).....	18
XIII. - Prise de fonction des dirigeants.....	20
XIV. - Départ des dirigeants mandataires sociaux (§ 24.5).....	20
XV. - Régimes de retraite supplémentaires.....	22
XVI. - Say on pay (§ 26).....	23
Seconde Partie - Les autres aspects évoqués par les participants.....	24
I. - Le préambule du code.....	24
II. - La responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise.....	24
III. - Les comités.....	25
IV. - Les conflits d'intérêts.....	26
V. - Les censeurs.....	27
VI. - <i>Clawback</i>	27
VII. - Améliorations rédactionnelles.....	27
Conclusion.....	28

Première Partie - Les propositions soumises à consultation

I. - Définition des dirigeants mandataires sociaux

Rappel de la proposition : distinguer les dirigeants mandataires sociaux exécutifs et les dirigeants mandataires sociaux non-exécutifs.

7. La proposition consistant à distinguer, pour plus de clarté, les dirigeants mandataires sociaux exécutifs (PDG, DG, DGD, président et membres du directoire, gérant de SCA) et les dirigeants mandataires sociaux non-exécutifs (président dissocié du conseil d'administration et président du conseil de surveillance) a reçu un très large aval. La plupart des participants s'y est montrée favorable, quelle que soit la qualité de ces derniers.

Et, de fait, la distinction ainsi opérée, et déclinée dans l'ensemble du code, permet de ne pas soumettre aux mêmes recommandations des dirigeants aux fonctions et situations différentes⁴ ou encore d'affiner certaines recommandations⁵. Ce qui n'empêche pas, là où cela est jugé nécessaire, de soumettre ces dirigeants à des recommandations communes⁶.

De surcroît, l'énumération des mandataires sociaux désormais concernés par le code est plus extensive que celle des versions précédentes qui ne visaient notamment pas le président du conseil de surveillance.

8. Néanmoins, une agence de conseil en vote a fait remarquer que qualifier de dirigeants les présidents de conseil de surveillance et les présidents dissociés de conseil d'administration pourrait créer auprès des actionnaires étrangers une confusion entre superviseurs et supervisés⁷.

Une autre agence de conseil en vote et un investisseur ont regretté que la nouvelle définition ne prévoie pas la possibilité d'un président de conseil d'administration dissocié, mais exécutif, utilisée par certaines sociétés.

⁴ Ex. : les principes et éléments de la rémunération des dirigeants mandataires sociaux exécutifs (§ 24.1 et § 24.2) ne sont pas les mêmes que ceux des dirigeants mandataires sociaux non-exécutifs, pour lesquels, notamment, l'attribution d'une rémunération variable, d'options d'actions ou d'actions de performance n'est pas souhaitable (§ 24.2).

⁵ Ex. : les § 15.1, 16.1 et 17.1 recommandent que le comité d'audit, le comité en charge des nominations et le comité en charge des rémunérations ne comportent aucun dirigeant mandataire social exécutif, quand la version précédente du code interdisait la présence de tout dirigeant mandataire social, ce qui visait aussi, et de façon inopportune, les présidents dissociés de conseil d'administration. Une disposition expresse permettait certes à un président dissocié d'être membre du comité en charge des nominations, mais cette exception n'était pas prévue pour les deux autres comités.

⁶ Ex. : les § 23 et 24.5 relatifs à la conclusion d'un accord de non-concurrence et au départ valent pour tous les dirigeants mandataires sociaux.

⁷ On notera toutefois que, pour le président du conseil d'administration, cette qualification de dirigeant est conforme à celle retenue en droit des sociétés.

Tout en observant que la nouvelle nomenclature proposée par le code n'inclut dans aucune des deux catégories ces autres dirigeants sociaux que sont les administrateurs – mais qui, il est vrai, font l'objet de dispositions spécifiques séparées – l'auteur de la présente synthèse a suggéré que la définition des divers dirigeants, à raison de son importance et de sa portée générale, soit remontée en fin de préambule et figure dans le corps même du texte (et non dans une note de bas de page sous le § 1.2).

9. Au regard du large aval qu'elle a recueilli, la proposition soumise à consultation a été retenue dans la version finale du code révisé et inscrite dans le préambule de celui-ci.

II. - Administrateur référent (§ 6.3)

Rappel de la proposition : introduire une disposition recommandant que l'administrateur référent soit indépendant.

10. La proposition relative à l'indépendance de l'administrateur référent a été très positivement reçue par les participants à la consultation.

Si certains d'entre eux ont souhaité que le code se montre plus prescriptif s'agissant de la désignation d'un tel administrateur et de l'organisation de ses missions, notamment en cas de non-dissociation des fonctions de président et de directeur général, d'autres se sont réjouis de la liberté laissée à ce sujet aux sociétés.

11. Face à l'approbation qu'a recueillie la recommandation relative à l'indépendance de l'administrateur référent, l'Afep et le MEDEF ont décidé de l'inclure au § 6.3 du code – lequel, pour le reste, demeure inchangé par rapport à la version précédente. Le choix n'a donc pas été fait, à l'occasion de la présente révision, de recommander de confier des missions particulières à un administrateur référent en cas d'unicité des fonctions de président et de directeur général. En cela, le code demeure cohérent avec sa ligne de neutralité exprimée au § 1.3, selon laquelle il n'est pas souhaitable, étant donné la grande diversité des sociétés cotées, d'imposer des modes d'organisation et de fonctionnement formalisés et identiques à tous les conseils d'administration.

III. - Féminisation des conseils

Rappel de la proposition : supprimer la recommandation chiffrée spécifique à la représentation équilibrée entre les femmes et les hommes au sein des conseils, l'obligation étant désormais inscrite dans la loi.

12. Les participants se sont montrés globalement favorables à cette suppression, jugée compréhensible compte tenu de l'évolution du droit positif.

Un participant a néanmoins fait remarquer qu'une telle suppression pourrait ôter aux quotas leur caractère contraignant pour les sociétés ayant transféré leur siège social à l'étranger et continuant à se soumettre volontairement au code Afep-MEDEF.

Deux participants ont par ailleurs insisté sur l'importance d'intégrer l'équilibre de la représentation hommes/femmes à un objectif plus large de diversification dans la composition du conseil, l'un d'entre eux regrettant que cet objectif, traité au § 6.2 du code, n'ait pas fait l'objet d'un renforcement.

13. Prenant acte de l'intervention du législateur sur cette question⁸, les deux organisations en charge de la rédaction du code ont choisi de supprimer la recommandation chiffrée spécifique à la représentation équilibrée entre les femmes et les hommes au sein des conseils. En effet, un code de gouvernement d'entreprise n'a pas vocation à reproduire la loi, fût-ce dans l'hypothèse – heureuse – où il l'a largement précédée et inspirée, jouant ainsi tout son rôle dans l'amélioration des pratiques de place.

14. Dans la version finale, cette représentation des femmes et des hommes demeure néanmoins mentionnée au § 6.2 du code relatif à l'équilibre de la composition du conseil et de ses comités.

15. Ce § 6.2 est par ailleurs légèrement retouché pour inclure, parmi les exemples souhaités de diversité, « *les expériences internationales, expertises* », en plus des « *nationalités* » qui figuraient déjà dans l'ancienne version.

IV. - Critères d'indépendance des administrateurs

Rappel de la proposition : préciser les critères d'indépendance des administrateurs et indiquer notamment qu'un dirigeant mandataire social non-exécutif ne peut être considéré comme indépendant s'il perçoit une rémunération variable en numéraires ou en titres ou toute rémunération liée à la performance de la société ou du groupe.

16. Les recommandations relatives à l'indépendance des administrateurs ont suscité de nombreuses réactions, que l'on détaillera point par point dans l'ordre des paragraphes du code, en même temps que les options finalement retenues par l'Afep et le MEDEF.

A. Périmètre des sociétés au sein desquelles un administrateur, pour être qualifié d'indépendant, ne doit pas être ou avoir été salarié, dirigeant mandataire social exécutif ou administrateur au cours des cinq années précédentes (§ 8.5.1)

17. Sur ce point, le HCGE et une association professionnelle ont attiré l'attention des rédacteurs sur les interrogations qu'a pu soulever la précédente version du code. Il y était écrit que pour être qualifié d'indépendant un administrateur ne devait pas être ou avoir été, au cours des cinq années précédentes, « *salarié ou dirigeant mandataire social exécutif de la société, ni salarié ou administrateur de sa société mère ou d'une société que celle-ci consolide* ». Or selon que l'on interprétait le « *celle-ci* » comme renvoyant à la société mère

⁸ Art. L. 225-18-1 et L. 225-69-1 C. com.

ou à la société dans laquelle l'indépendance était appréciée, les sociétés sœurs de cette dernière (i.e. consolidées par la mère) étaient ou non exclues du périmètre.

18. Pour lever toute ambiguïté – et, au passage, renforcer le degré d'exigence de ce critère – l'auteur de la présente synthèse a proposé aux deux organisations la rédaction suivante, qui a été retenue :

« *ne pas être ou ne pas avoir été au cours des cinq années précédentes :*

- salarié ou dirigeant mandataire social exécutif de la société ;
- salarié, dirigeant mandataire social exécutif ou administrateur d'une société que la société consolide ;
- salarié, dirigeant mandataire social exécutif ou administrateur de la société mère de la société ou d'une société consolidée par cette société mère ».

19. Le § 8.5.1 a été reformulé en conséquence.

B. Critères d'appréciation du caractère significatif d'une relation d'affaires (§ 8.5.3)

20. Le code recommande qu'un administrateur ne soit pas qualifié d'indépendant s'il entretient une relation d'affaires significative avec la société ou son groupe. Et, pour la première fois par rapport aux versions précédentes, la version soumise à consultation indiquait que les critères d'appréciation de ce caractère significatif pouvaient être « *qualitatifs et/ou quantitatifs* ».

21. Plusieurs participants ont regretté que cette formule ne souligne pas suffisamment l'importance des critères qualitatifs et ne les précise pas, ainsi que l'AMF l'avait recommandé⁹.

22. Pour faire suite à ces observations, le § 8.5.3 a été retouché. Le « *et/ou* » a disparu. Il est désormais question de critères quantitatifs « *et* » qualitatifs. Et ces derniers sont précisés dans une liste qui ne se veut pas limitative : « *continuité, dépendance économique, exclusivité, etc.* ».

C. Délai des 12 ans (§ 8.5.6)

23. Comme dans la mouture précédente du code, la version mise en consultation recommandait de ne pas attribuer la qualité d'indépendant à un administrateur en fonctions depuis plus de 12 ans et elle précisait que la perte de cette qualité ne devait intervenir qu'à l'expiration du mandat au cours duquel les 12 ans ont été dépassés.

⁹ Recommandation AMF n°2012-02 Gouvernement d'entreprise et rémunération des dirigeants, § 1.2.1.

24. Cette dernière précision a été critiquée par un investisseur institutionnel et une agence de conseil en vote qui ont estimé que la limite de 12 ans devrait être strictement appliquée et qu'il ne serait guère acceptable que, par le jeu de la durée des mandats, un administrateur puisse être considéré comme indépendant jusqu'à sa 15^{ème} année de fonctions.

25. Cette objection a été entendue par les deux organisations en charge de l'élaboration du code. Il est désormais indiqué que « *la perte de la qualité d'administrateur indépendant intervient à la date des douze ans* » (§ 8.5.6).

D. Non-indépendance du dirigeant mandataire social non-exécutif percevant une rémunération variable en numéraires ou des titres ou toute rémunération liée à la performance de la société ou du groupe (§ 8.6)

26. Cette disposition – qui est nouvelle – a été largement commentée. Ce d'autant qu'elle fait écho au § 24.2 du code qui indique que, pour les dirigeants mandataires sociaux non-exécutifs, l'attribution d'une rémunération variable, d'options d'actions ou d'actions de performance, n'est pas souhaitable.

Plusieurs participants (un émetteur, un cabinet d'avocats, et le Club des juristes) ne l'ont pas approuvée. Ils ont fait valoir que la perception d'une rémunération variable par un dirigeant mandataire social non-exécutif ne remet pas nécessairement en cause son indépendance et que des circonstances particulières peuvent justifier une rémunération en titres.

Mais la plupart des autres répondants, dont le HCGE, a globalement bien accueilli cette nouveauté. L'un d'entre eux a cependant fait remarquer que la formulation initialement proposée (rémunération variable en numéraire ou « *en* » titres) ne permettait pas de prendre en compte le cas d'un paiement en action de tout ou partie de la rémunération fixe.

27. En conséquence, le § 8.6 a été maintenu et, au passage, légèrement retouché pour intégrer cette dernière remarque. Désormais, donc, un dirigeant mandataire social non-exécutif ne peut être considéré comme indépendant s'il perçoit une rémunération variable en numéraire ou « *des* » titres ou toute rémunération liée à la performance de la société ou du groupe.

Ce principe est par ailleurs repris au § 24.2.

E. Seuil de 10% en capital et en droits de vote (§ 8.7)

28. Le code prévoit que des administrateurs représentant des actionnaires importants de la société ou de sa société mère peuvent être considérés comme indépendants dès lors que ces actionnaires ne participent pas au contrôle de la société. Toutefois, au-delà d'un seuil de 10 % en capital ou en droits de vote, il préconise que le conseil, sur rapport du comité des nominations, s'interroge systématiquement sur la qualification d'indépendant en tenant compte de la composition du capital de la société et de l'existence d'un conflit d'intérêts potentiel.

Cette disposition, qui n'est pas nouvelle, a été critiquée par l'un des cabinets d'avocats ayant participé à la consultation. Ce dernier a fait valoir que tout administrateur qui représente un actionnaire, quelle que soit sa participation dans le capital, pourrait *a priori* être considéré comme non-indépendant (une même participation pouvant être considérée comme essentielle par un actionnaire, et marginale par un autre). Il a donc suggéré que le seuil de 10 % soit supprimé au profit d'une véritable analyse au cas par cas.

29. En dépit de ces observations, la recommandation est demeurée inchangée (v. *infra*, n°88 et s. sur les conflits d'intérêts).

V. - Comité d'audit (§ 15)

Rappel de la proposition : actualiser les dispositions sur le comité d'audit pour tenir compte de la réglementation européenne.

30. L'actualisation des dispositions sur le comité d'audit a été approuvée par plusieurs participants. Une association professionnelle et l'auteur de la présente synthèse ont néanmoins observé que le rôle d'un code de gouvernement d'entreprise n'est pas de retranscrire ou reformuler les normes législatives ou réglementaires, qu'elles soient d'origine internes ou européennes, mais de formuler des recommandations venant en complément de ces normes.

31. Cette observation d'ordre méthodologique a été prise en compte : ont été supprimées de la partie relative au comité d'audit les dispositions ne faisant que reprendre des exigences issues de textes impératifs. Ainsi, les sections relatives aux relations du comité d'audit avec les commissaires aux comptes et au suivi des règles d'indépendance et d'objectivité des commissaires aux comptes n'ont finalement pas été retenues.

VI. - Obligation de détention d'actions / accord de non-concurrence

Rappel de la proposition : déplacer les recommandations relatives à l'obligation de détention d'actions et à la conclusion d'un accord de non-concurrence hors de celles consacrées aux éléments de rémunération.

32. L'obligation de détention d'actions et la conclusion d'un accord de non-concurrence ne constituant pas par elles-mêmes des éléments de rémunération, la proposition de les traiter séparément n'a pas soulevé d'objection de principe. Seul un participant s'est ému de ce déplacement. Tous les autres ont préféré concentrer leurs remarques sur la teneur des recommandations concernées.

A. Obligation de détention d'actions des dirigeants mandataires sociaux (§ 22) et des administrateurs (§ 19)

33. S'agissant de l'obligation de détention d'actions des dirigeants mandataires sociaux, la version soumise à consultation indiquait que le conseil d'administration doit fixer une

« *quantité minimum d'actions* » que ceux-ci doivent conserver au nominatif jusqu'à la fin de leurs fonctions. Or la version antérieure du code faisait mention d'« *un nombre significatif d'actions* ».

Ce changement a été accueilli négativement par plusieurs participants, qui ont insisté sur l'importance de ce caractère significatif, par ailleurs maintenu dans le paragraphe du code relatif à l'obligation de détention d'actions par les administrateurs, qui faisait mention d'un « *nombre relativement significatif* » (§ 19). Cet adjectif « *relativement* » – qui figurait déjà dans la version antérieure du code – a lui-même été critiqué par un participant.

L'auteur de la présente synthèse s'est associé à ces réserves.

34. Dans sa version finale, le § 22 du code continue à parler d'« *une quantité minimum d'actions* » que les dirigeants mandataires sociaux doivent conserver au nominatif. Mais le § 19 est retouché. Là où il était dit que l'administrateur doit posséder « *un nombre relativement significatif d'actions au regard des jetons de présence perçus* », il est question désormais d'« *un nombre minimum d'actions, significatif au regard des jetons de présence alloués* ».

35. N'a pas été retenue, en revanche, la suggestion d'une agence de conseil en vote de chiffrer dans le code le nombre d'actions devant être détenues par les administrateurs¹⁰.

36. Les deux organisations n'ont pas non plus suivi la suggestion du HCGE qui aurait souhaité qu'il soit explicitement précisé dans le code que la détention d'actions par un dirigeant mandataire social s'impose même si ce dernier ne bénéficie pas de l'attribution d'options ou d'actions de performance.

En effet, il résulte d'ores et déjà très clairement du code que la détention d'actions s'impose même en l'absence d'attribution d'options ou d'actions de performance.

B. Conclusion d'un accord de non-concurrence (§ 23)

37. Dans l'ensemble, le § 23 relatif à la conclusion d'un accord de non-concurrence n'a pas soulevé de critique fondamentale. Seul un investisseur a regretté qu'il soit détaché de la partie relative à la rémunération.

38. Bien qu'aucun commentaire n'ait été adressé à l'Afep et au MEDEF à ce sujet par les participants, les deux organisations ont modifié l'intitulé du § 23. Alors que dans la version soumise à consultation celui-ci visait la conclusion d'un accord de non-concurrence avec un dirigeant mandataire social « *exécutif* », le code révisé abandonne cet adjectif dans sa version

¹⁰V. néanmoins à ce sujet HCGE, Rapport d'activité 2014, p. 26 : « Le code n'a pas fixé de montant indicatif et le Haut Comité n'a pas l'intention de le faire. Cependant, on entend souvent suggérer que l'administrateur doit faire progressivement en sorte de détenir un nombre d'actions équivalent à une année de sa part de jetons de présence, et cela ne paraît pas déraisonnable ».

finale. Ceci permet d'inclure dans le champ de la recommandation un accord qui serait éventuellement conclu avec un président dissocié ou un président de conseil de surveillance¹¹.

Pour le reste, le contenu du § 23 n'a pas été modifié à l'issue de la consultation.

39. A la différence de ce qu'il prévoyait précédemment, le code révisé indique que « la conclusion d'un accord de non-concurrence a pour objet de restreindre la liberté d'un dirigeant mandataire social d'exercer des fonctions chez un concurrent ». Cet ajout fait dire à une agence de conseil en vote que l'accord de non-concurrence – qui n'est là que pour éviter que le dirigeant exerce des fonctions dans une entreprise concurrente – ne peut être activé en cas de départ à la retraite. Dans son § 24.5 relatif au départ des dirigeants mandataires sociaux, le code demeure quant à lui moins catégorique en indiquant que « le conseil se prononce sur l'application ou non de la clause (...) lorsque le dirigeant quitte la société pour faire valoir ou après avoir fait valoir ses droits à la retraite ».

40. Une autre nouveauté par rapport à la version antérieure réside dans la précision selon laquelle la conclusion d'un accord de non-concurrence est « *un dispositif de protection de l'entreprise qui justifie une contrepartie financière pour le dirigeant précité* ». Cette indemnité continue à entrer dans le plafond de l'indemnité de départ et elle est elle-même plafonnée à deux ans de rémunération fixe et variable « *annuelle* ». Elle ne peut donc s'élever jusqu'à un montant incluant les rémunérations variables pluriannuelles. Sur ce point, le code révisé soumet l'indemnité de non-concurrence à la même limitation nouvelle que celle adoptée s'agissant de l'indemnité de départ (§ 24.5 ; v. *infra*, n°73). Cet aspect n'a pas du tout été commenté.

La seule observation concernant le plafond de l'indemnité de non-concurrence a été celle d'un investisseur qui a souhaité que ce plafond soit fixé à une année de rémunération au lieu de deux.

41. Enfin, le code propose une nouvelle recommandation prévoyant que « la conclusion d'un accord de non-concurrence au moment du départ du dirigeant alors qu'aucune clause n'avait été préalablement stipulée, doit être motivée ». Cette recommandation, que l'AMF avait appelée de ses vœux¹², a néanmoins fait dire à un participant qu'il serait de bonne pratique que la possibilité de conclure un accord de non-concurrence au moment du départ soit, en elle-même, prévue *ex ante* dans la politique de l'entreprise avec indication des circonstances correspondantes.

¹¹ La conclusion d'un tel accord ne se rencontre pas en pratique. Néanmoins, dans la version précédente du code, la recommandation relative à l'accord de non-concurrence, qui figurait dans un paragraphe commun aux indemnités de prise de fonctions, de départ et de non-concurrence, concernait l'ensemble des dirigeants mandataires sociaux. Cela reste le cas dans la version révisée.

¹² Recommandation AMF n°2012-02 Gouvernement d'entreprise et rémunération des dirigeants, § 2.2.7.

VII. - Principes généraux de détermination de la rémunération des dirigeants mandataires sociaux exécutifs, rôle du conseil d'administration, paragraphe spécifique aux sociétés en commandites par actions (§ 24.1)

Rappel de la proposition : simplifier la rédaction pour aboutir à des normes de portée plus générale et supprimer les redondances, compléter et renforcer les principes devant guider la politique de détermination de la rémunération des dirigeants mandataires sociaux exécutifs, réaffirmer le rôle du conseil d'administration en ce domaine, et créer un paragraphe spécifique pour les sociétés en commandites par actions.

42. La nouvelle architecture du § 24.1 du code, qui comprend trois séries de recommandations relatives au rôle du conseil d'administration (§ 24.1.1), aux principes généraux de détermination de la rémunération des dirigeants mandataires sociaux exécutifs (§ 24.1.2) et à l'application de ces principes aux sociétés en commandite par actions (§ 24.1.3), a été jugé nettement plus claire que la précédente.

A. Rôle du conseil d'administration (§ 24.1.1)

43. La partie relative au rôle du conseil d'administration dans la détermination de la rémunération des dirigeants mandataires sociaux exécutifs a été très majoritairement approuvée, toutes catégories de participants confondues.

Une agence de conseil en vote a toutefois contesté l'emploi du mot « *détermination* », le rôle du conseil n'étant, selon elle, que de préparer le projet de rémunération dont la détermination revient à l'assemblée générale.

Mais cette même agence de conseil en vote, avec d'autres, a salué la nouvelle recommandation faite au conseil de « *motiver ses décisions prises en la matière* ».

44. Dans la version proposée, il était indiqué que la rémunération des dirigeants mandataires sociaux exécutifs devait être « *cohérente avec la stratégie de l'entreprise* ». L'auteur de la présente synthèse a fait observer que l'emploi du mot « *cohérent* » n'était guère heureux car la référence à la stratégie de l'entreprise ne se retrouve plus ensuite sous le principe de cohérence détaillé au § 24.1.2, qui a une autre signification. Il a par ailleurs fait valoir, avec un autre participant, qu'une référence au contexte de l'entreprise mériterait d'être introduite.

Ceci explique que la version finale indique notamment que la rémunération de ces dirigeants doit être « *adaptée à la stratégie et au contexte de l'entreprise* ».

45. Enfin, en dépit des critiques d'une agence de conseil en vote et d'une société de conseil en rémunération, l'idée que la rémunération « *doit permettre d'attirer, de retenir et de motiver des dirigeants performants* » a été maintenue. La dimension incitative de la rémunération – qui ne peut être niée – est en effet tempérée par la rigueur des principes de détermination posés par le code.

B. Principes généraux de détermination de la rémunération des dirigeants mandataires sociaux exécutifs (§ 24.1.2)

46. Les six principes formulés au § 24.1.2 n'ont pas soulevé d'objection particulière. Il faut dire qu'ils ne diffèrent guère de ceux exprimés par la précédente version du code, que cela soit dans leur intitulé (« *benchmark* » devenant simplement « *comparabilité* ») ou dans leur contenu (que les deux organisations se sont néanmoins efforcées de simplifier et de généraliser afin de leur donner plus de force). Cela n'a pas empêché les participants de les commenter et de proposer des modifications d'ordre rédactionnel. Mais celles-ci ne s'éloignent que peu des formulations figurant dans la version ouverte à la consultation.

47. Le HCGE, en particulier, s'est demandé si la phrase « la rémunération d'un dirigeant mandataire social est fonction du travail effectué, des résultats obtenus et de la responsabilité assumée » relève bien du principe de comparabilité. Mais cette interrogation a pu être levée en introduisant une coordination avec la phrase précédente selon laquelle « si le marché est une référence, il ne peut être la seule ».

Dans la version révisée, il est ainsi indiqué que : si le marché est une référence, il ne peut être la seule « *car* » la rémunération d'un dirigeant mandataire social est fonction de la responsabilité assumée, des résultats obtenus et du travail effectué. L'enchaînement des phrases retrouve alors tout son sens.

48. Au vu de certaines prises de position au sujet des rémunérations de long terme (v. *infra*, n°62), et afin d'éviter toute équivoque, l'auteur de la présente synthèse a suggéré qu'après l'énonciation de ces principes de détermination, il soit explicitement indiqué qu'ils « *s'appliquent à l'ensemble des éléments de la rémunération, en ce compris les rémunérations de long terme et exceptionnelles* ».

Cette suggestion a été retenue.

49. Enfin, tout en notant que le code a durci les règles applicables à la rémunération des dirigeants pour exiger plus de transparence et un meilleur encadrement, un cabinet d'avocats a rappelé que ces règles sont des données prises en compte par les sociétés internationales dans leurs choix d'implantation. Plus ces règles sont strictes, plus elles pèsent sur l'attractivité de la France et sa capacité à attirer les talents nécessaires à son développement.

C. Application des principes aux sociétés en commandite par actions (§ 24.1.3)

50. Dans la version soumise à consultation, les deux organisations professionnelles proposaient d'indiquer qu'il est souhaitable que les sociétés en commandite par actions « *s'efforcent d'introduire des mécanismes permettant de rapprocher au moins en partie les règles de détermination de la rémunération des gérants de celle des dirigeants mandataires sociaux exécutifs des sociétés anonymes en s'inspirant des critères de performance habituellement utilisés par ces dernières pour les rémunérations variables* ».

51. Tous les répondants ont vu dans cette proposition une avancée positive. Une association professionnelle et l'auteur de la présente synthèse ont néanmoins observé qu'il serait plus approprié de poser que, « *sous la seule réserve des différences justifiées par les spécificités de cette forme sociale et plus particulièrement de celles qui sont attachées au statut de gérant commandité* », les sociétés en commandite « *appliquent les mêmes règles de rémunération que celles applicables aux sociétés anonymes* ».

52. Cette formulation plus exigeante a été retenue.

VIII. - Rémunération des dirigeants mandataires sociaux non-exécutifs (§ 24.2)

Rappel de la proposition : déconseiller l'attribution d'une rémunération variable, d'options d'actions ou d'actions de performance, sauf à ce que le conseil en justifie les raisons.

53. Les principes de rémunération des dirigeants mandataires sociaux non-exécutifs formulés au § 24.2 ont fait l'objet d'une large approbation émanant des participants de tous bords.

Néanmoins, un cabinet d'avocats a manifesté son désaccord. Il a fait valoir que l'attribution d'une rémunération variable n'est pas problématique dans la mesure où le dirigeant mandataire social non-exécutif doit, lui aussi, contribuer à la croissance de la société, de sorte qu'il n'est pas contradictoire qu'il y soit intéressé.

54. En dépit de cette objection, la nouvelle rédaction du § 24.2 a été laissée en l'état. A l'invitation du HCGE, elle a été complétée d'une phrase faisant le lien avec le § 8.6 posant qu'un mandataire social non-exécutif ne peut être considéré comme indépendant s'il perçoit une rémunération variable en numéraire ou des titres ou toute rémunération liée à la performance de la société ou du groupe (v. *supra*, n°26).

IX. - Critères de performance (§ 24.3.2)

Rappel de la proposition : clarifier les règles de fixation de la rémunération variable annuelle en distinguant la notion d'objectifs de celle de critères de performance. Aux termes de cette proposition, les objectifs permettent l'évaluation de la performance pour chaque critère.
--

55. Plusieurs participants ont approuvé cette proposition, sans la commenter plus avant. L'un d'entre eux a observé qu'elle tend davantage à clarifier le texte qu'à modifier le fond.

De façon plus précise, un investisseur a observé que cette clarification aurait pu aller plus loin en intégrant les concepts d'objectifs seuil/cible/maximal.

Une association professionnelle a pour sa part suggéré l'utilisation de données « *part du groupe* » pour tout ce qui concerne l'appréciation des performances servant de base au calcul des rémunérations variables.

56. Dans sa version finale, le code n'a pas été modifié sur ce point.

X. - Critères qualitatifs et critères quantifiables (§ 24.3.2)

Rappel de la proposition : distinguer les critères qualitatifs et les critères quantifiables (plutôt que quantitatifs) en précisant que ces derniers ne sont pas nécessairement financiers ; et indiquer que le cours de bourse, s'il est retenu, ne doit pas constituer le seul critère quantifiable et peut être apprécié de manière relative (comparaison avec des pairs ou indices).

57. Le remplacement, s'agissant des critères de performance, de l'adjectif « *quantitatifs* » par celui de « *quantifiables* » a été approuvé. Un investisseur a toutefois souligné qu'un tel changement ne peut avoir de pertinence que si ces critères sont également quantifiables par les actionnaires et les parties prenantes.

A également été approuvée la précision – nouvelle – selon laquelle les critères quantifiables « *ne sont pas nécessairement financiers* ». Et il est vrai qu'elle permet l'intégration de critères RSE (rapp. *infra*, n°84), ce qu'un autre participant aurait aimé voir ici inscrit en toutes lettres.

58. La recommandation que les critères quantifiables soient « *prépondérants* » a elle aussi reçu un accueil favorable. Une agence de conseil en vote a estimé que ces critères devraient peser au moins 80% du variable.

Sur ce dernier point, les deux organisations ont choisi de s'en tenir à la version proposée.

59. La précision relative au cours de bourse – qui figurait déjà pour partie dans la version précédente – a suscité de nombreuses réactions. Un cabinet d'avocats est allé dans le sens de la proposition en observant que le cours de bourse n'est pas nécessairement le meilleur indicateur de la performance du dirigeant. Une agence de conseil en vote, au contraire, a remarqué qu'il était mal démontré pourquoi le fait de ne retenir que le cours de bourse serait une mauvaise pratique.

Plusieurs participants, dont le HCGE, ont souhaité que la préférence pour une appréciation relative du cours soit marquée plus nettement.

60. Sur le maximum de rémunération variable annuelle, déterminé sous forme d'un pourcentage de la rémunération fixe, une association professionnelle, appuyée par l'auteur de la présente synthèse, a souhaité que ce maximum soit d'un ordre de grandeur « *raisonnable* », et non pas simplement « *équilibré* », par rapport à cette partie fixe.

Cette dernière suggestion n'a pas été retenue. Il est dit désormais que le maximum de rémunération variable annuelle doit être d'un ordre de grandeur « *proportionné* » à cette partie fixe.

XI. - Rémunérations de long terme (§ 24.3.3)

Rappel de la proposition : créer un paragraphe spécifique sur les rémunérations de long terme en distinguant d'une part les principes généraux applicables à l'ensemble de ces éléments de rémunération et d'autre part les règles spécifiques aux options d'actions et aux actions de performance.

61. La création d'un paragraphe spécifique aux rémunérations de long terme n'a pas suscité de réaction particulière sur le plan de la méthodologie.

62. Sur le fond, le HCGE et une association professionnelle ont préconisé que les rémunérations variables pluriannuelles soient plafonnées ou alors soumises au principe de mesure du § 24.1.2 – option que l'auteur de la présente synthèse a, pour sa part, estimé préférable (étant observé, d'une part, que s'agissant des options d'actions et actions de performance il est déjà explicitement indiqué que « *les conseils doivent fixer le pourcentage de rémunération que ne doivent pas dépasser ces attributions* » et, d'autre part, que la référence au principe de mesure peut s'avérer plus exigeante que l'expression d'un montant maximum).

Dans la version finale du code, cette soumission au principe de mesure résulte explicitement de la phrase rajoutée en fin de § 24.1.2, selon laquelle « *ces principes s'appliquent à l'ensemble des éléments de la rémunération, en ce compris les rémunérations de long terme et exceptionnelles* ».

Il est par ailleurs précisé au § 24.3.3 que l'attribution des plans de rémunération de long terme « *doit être proportionnée à la partie fixe et variable annuelle* ».

63. Dans sa réponse à la consultation, un investisseur a déploré que les plans de rémunérations variables pluriannuelles soient devenus si complexes qu'ils ne sont parfois pas même compris des comités de rémunération. Il découle de ce qui précède que ces plans sont soumis au principe d'intelligibilité du § 24.1.2. En renfort de ce principe, le § 24.3.3 précise également qu'« *ils doivent être simples et compréhensibles aussi bien pour les intéressés eux-mêmes que pour les actionnaires* ».

64. Enfin, pour répondre à certaines observations, le § 24.3.3 opère un renvoi explicite au § 24.5.1 en cas de départ du dirigeant.

XII. - Rémunérations exceptionnelles des dirigeants mandataires sociaux exécutifs (§ 24.3.4)

Rappel de la proposition : créer un paragraphe spécifique pour indiquer que seules des circonstances très particulières peuvent donner lieu à une rémunération exceptionnelle, que le versement d'une telle rémunération doit être motivé, et que la réalisation de l'évènement ayant conduit à ce versement doit être explicitée.

65. Cette proposition a suscité des retours contrastés de la part des participants à la consultation. Si certains d'entre eux s'y sont montrés favorables, d'autres ont exprimé de sérieuses réserves.

Une agence de conseil en vote a souhaité que, pour la bonne réputation de la place de Paris auprès de l'opinion publique et des investisseurs, ces rémunérations exceptionnelles ne puissent être versées qu'après accord de l'assemblée générale des actionnaires et que, de façon plus générale, le code indique qu'elles ne sont pas de bonnes pratiques.

De nombreux autres participants ont vivement critiqué qu'à titre d'exemple de circonstances très particulières pouvant donner lieu à ces rémunérations, la version soumise à consultation indique simplement entre parenthèses les cas de « *rapprochement d'entreprise, acquisition, cession* », et ceci sans poser de critères tenant à l'importance de ces opérations pour la société, à l'implication qu'elles exigent ou aux difficultés qu'elles présentent.

66. Une association professionnelle a ainsi proposé une rédaction alternative, qui a été adoptée par l'Afep et le MEDEF. Dans la version finale du code, le § 24.3.4 indique ainsi que seules des circonstances très particulières peuvent donner lieu à une rémunération exceptionnelle, « *par exemple, en raison de leur importance pour la société, de l'implication qu'elles exigent et des difficultés qu'elles présentent* ». Les opérations M&A ne sont donc plus mentionnées comme illustrant *per se* ces circonstances très particulières.

Cette version finale renforce l'approche exigeante du code à l'égard des rémunérations exceptionnelles et se garde de mentionner explicitement des opérations qui, il est vrai, ne justifient pas toujours le versement de telles rémunérations.

67. Enfin, le HCGE a suggéré qu'il soit précisé que si le départ du dirigeant est concomitant avec le versement d'une rémunération exceptionnelle ou le suit de peu, il ne puisse se cumuler avec l'indemnité de départ, et que la rémunération exceptionnelle obéisse alors aux règles de l'indemnité de départ (et notamment à la limite de deux ans de rémunération fixe et variable).

A la différence de la précédente, cette suggestion n'a pas été retenue. L'auteur de la présente synthèse a fait remarquer qu'il lui paraissait inopportun de poser un principe de non-cumul entre une rémunération exceptionnelle et une indemnité de départ. L'une et l'autre obéissent à des causes et des logiques différentes ; elles n'ont pas la même nature et ne sont pas soumises aux mêmes régimes juridiques. En outre, la position du HCGE est déjà claire à ce sujet et doit servir de guide aux sociétés¹³.

¹³ HCGE, Rapport d'activité 2015, p. 25 : « le Haut Comité recommande de veiller à ce que, si le départ du dirigeant est concomitant ou suit de peu la réalisation de l'opération qui motive la rémunération exceptionnelle, celle-ci ne s'écarte pas des règles fixées par le § 23.2.5 [devenu § 24.5] pour l'indemnité de départ (à laquelle l'opinion publique ne manquera pas de l'assimiler) en particulier la limite de deux ans de rémunération fixe et variable ».

XIII. - Prise de fonctions des dirigeants (§ 24.4)

Rappel de la proposition : indiquer que le versement d'une indemnité de prise de fonctions est destiné à compenser la perte des avantages dont bénéficiait le dirigeant, qu'il doit être explicite et que son montant doit être rendu public au moment de sa fixation, même en cas de paiement échelonné ou différé.

68. Cette nouvelle recommandation a été globalement bien accueillie par les participants : le HCGE, plusieurs associations professionnelles et investisseurs s'y sont montrés favorables.

Le Club des juristes et un cabinet d'avocats ont toutefois considéré qu'elle était réductrice des cas dans lesquels une indemnité de prise de fonctions peut être versée.

Deux investisseurs ont souhaité qu'elle évolue pour préciser qu'une telle indemnité doit être attribuée en actions et/ou être soumise à des conditions de performance, de manière à aligner les intérêts du nouveau dirigeant à ceux de la société sur le long-terme.

Enfin, deux agences de conseil en vote et un investisseur ont regretté que la recommandation n'exige pas des sociétés qu'elles publient les avantages dont l'intéressé bénéficiait au titre de ses fonctions précédentes.

69. Compte tenu de ces réponses, la recommandation n'a pas été modifiée.

On observera qu'il est parfois impossible de donner une information précise sur les avantages dont l'intéressé bénéficiait au titre de ses fonctions précédentes, notamment lorsque celles-ci étaient exercées au sein d'une société non cotée, et donc non soumise à l'obligation de transparence des rémunérations des dirigeants sociaux.

XIV. - Départ des dirigeants mandataires sociaux (§ 24.5)

Rappel de la proposition : regrouper dans un même paragraphe tous les éléments relatifs au départ des dirigeants ; supprimer la mention selon laquelle le départ contraint doit être « lié à un changement de contrôle ou de stratégie » ; préciser que le plafond de deux ans s'entend uniquement de la rémunération fixe et variable « annuelle » et qu'il couvre également, le cas échéant, les indemnités liées à la rupture du contrat de travail ; préciser qu'en cas de départ avant l'expiration de la durée prévue pour l'appréciation des critères de performance des mécanismes de rémunération de long terme, le maintien en tout ou partie du bénéfice de la rémunération de long terme ou de son versement relève de l'appréciation du conseil et doit être motivé ; et préciser que les conditions financières du départ doivent être rendues publiques.

70. Le regroupement, au sein du même paragraphe, de tous les éléments relatifs au départ des dirigeants n'a pas suscité de réaction particulière.

Alors que dans la version soumise à consultation ce paragraphe visait le départ des dirigeants mandataires sociaux « *exécutifs* », le code révisé abandonne cet adjectif dans sa version finale.

Ceci permet d'inclure dans le champ de la recommandation d'éventuelles problématiques concernant un président dissocié ou un président de conseil de surveillance¹⁴.

71. La recommandation selon laquelle une indemnisation n'est autorisée « *qu'en cas de départ contraint, quelle que soit la forme que revêt ce départ* » a été approuvée et jugée adaptée. L'exigence que ce départ contraint soit aussi « *lié à un changement de contrôle ou de stratégie* » – qui n'a pas été reprise – s'était en effet révélée inadaptée en pratique. Un investisseur en a cependant regretté la disparition. Un autre a souhaité que la notion de départ contraint soit précisée par le code lui-même et que le non-renouvellement en soit exclu, ce qu'a également demandé une agence de conseil en vote¹⁵.

Au titre des causes de départ, un cabinet d'avocats a suggéré qu'il soit recommandé qu'un dirigeant s'abstienne de démissionner lorsqu'une opération structurante est en cours.

Sur cette question, la version finale n'a pas été modifiée. L'expression « *départ contraint, quelle que soit la forme que revêt ce départ* » a été jugée équilibrée dans la mesure où elle doit toujours s'apprécier à l'aune du principe selon lequel « *il n'est pas acceptable que des dirigeants dont l'entreprise est en situation d'échec ou qui sont eux-mêmes en situation d'échec la quittent avec des indemnités* » – lequel a évidemment été maintenu.

72. En ce qui concerne les conditions de performance, le Club des juristes a regretté que la recommandation d'une appréciation sur deux exercices au moins n'ait pas été assouplie. Il a mis en avant la difficulté que posent les situations de départ au cours des deux premières années. En sens inverse, un cabinet d'avocats a pour sa part recommandé qu'il soit écrit que, dans ces situations, l'indemnité de départ n'est pas due, sauf motivation particulière du conseil. D'autres participants ont suggéré la proratisation de l'indemnité.

Les deux organisations professionnelles ont préféré laisser aux sociétés la liberté de se positionner sur ce point.

73. S'agissant du plafond de l'indemnité, un participant a suggéré que les rémunérations exceptionnelles entrent dans le calcul (v. *supra*, n°67).

En revanche, la précision selon laquelle le plafond ne saurait désormais comprendre que la rémunération fixe et variable « *annuelle* » n'a pas été commentée. Elle a pour résultat de limiter le montant maximal de l'indemnité, dont les rémunérations pluriannuelles sont exclues.

¹⁴ L'attribution d'une indemnité de départ à un président dissocié ne se rencontre pas en pratique. Néanmoins, dans la version précédente du code, la recommandation relative à l'indemnité de départ, qui figurait dans un paragraphe commun aux indemnités de prise de fonctions, de départ et de non-concurrence, concernait l'ensemble des dirigeants mandataires sociaux. Cela reste le cas dans la version révisée.

¹⁵ L'expression « *quelle que soit la forme que revêt ce départ* » ne date pas de la présente révision mais de celle conduite en 2013. A son sujet, le HCGE a déjà eu l'occasion de préciser que le départ contraint « *intervient souvent par démission ou par non-renouvellement du mandat et non par révocation proprement dite, cette dernière procédure paraissant souvent inutilement agressive et préjudiciable à l'intéressé* » (HCGE, Rapport d'activité 2014, p. 22).

74. S'agissant du versement des rémunérations de long terme, la recommandation selon laquelle « *le maintien en tout ou partie du bénéfice de la rémunération de long terme ou de son versement relève de l'appréciation du conseil et doit être motivé* » a suscité deux réponses. Un investisseur a souhaité que cette rémunération soit proratisée en fonction de la présence effective. Le HCGE s'est montré plus précis en indiquant que son versement ne saurait correspondre qu'aux périodes de présence effective du dirigeant dans l'entreprise, pour lesquelles les performances auxquelles il a contribué par son action auront pu être mesurées, à l'exclusion de toute forfaitisation ou compensation des sommes prévues au titre des années postérieures au départ¹⁶. Le HCGE a par ailleurs souhaité que ce versement n'intervienne qu'en cas de circonstances exceptionnelles motivées par le conseil, avec référence à la contribution effective et mesurable du dirigeant.

XV. - Régimes de retraite supplémentaires (§ 24.6)

Rappel de la proposition : indiquer que l'ensemble des régimes de retraite supplémentaires, dont il est rappelé la finalité, sont soumis aux principes généraux de détermination des rémunérations ; préciser, à propos des régimes de retraite supplémentaires à prestations définies, que les conditions de performance permettant de définir annuellement l'acquisition des droits conditionnels doivent être exigeantes ; préciser que le plafond de 45% du revenu de référence s'entend uniquement des rémunérations fixes et variables « annuelles » dues au titre de la période de référence.

75. Cette recommandation, qui n'a pas été modifiée à l'issue de la consultation publique, a été globalement bien accueillie par les participants. Le HCGE, deux associations professionnelles, le Club des juristes et un cabinet d'avocats s'y sont montrés favorables.

76. Une agence de conseil en vote et une société de conseil en rémunération ont néanmoins jugé le plafond de 45 % trop élevé, particulièrement au regard des cas de recrutement d'un dirigeant à quelques années de la retraite. L'un de ces deux répondants a souhaité qu'il soit abaissé à 20 % ou 300 000 €.

La précision selon laquelle ce plafond ne saurait désormais comprendre que la rémunération fixe et variable « annuelle » – qui revient à limiter le montant maximal des prestations, dont les rémunérations pluriannuelles sont exclues¹⁷ – n'a, en revanche, pas été commentée.

77. Une société de conseil en rémunération aurait souhaité que le code proscrive expressément la prise en compte d'années non effectuées dans l'entreprise pour le calcul des prestations.

Un investisseur a jugé trop généreux le critère d'ancienneté minimale de deux ans posé pour le bénéfice des régimes de retraite supplémentaires à prestations définies. Ce même

¹⁶ V. déjà en ce sens HCGE, Rapport d'activité 2015, p. 15.

¹⁷ Cette modalité de limitation fait désormais figure de principe car elle a également été adoptée s'agissant des indemnités de non-concurrence (v. *supra*, n°40) et de départ (v. *supra*, n°73).

investisseur a considéré que l'exclusion de systèmes « *donnant droit immédiatement ou au terme d'un petit nombre d'année à un pourcentage élevé de la rémunération totale de fin de carrière* » était exprimée en des termes trop peu précis.

78. Des remarques d'ordre plus général ont également été faites. Une agence de conseil en vote, remarquant que certaines sociétés avaient récemment remplacé leur système de retraite supplémentaire par de nouveaux régimes, a regretté que la recommandation ne prenne pas en compte ces nouvelles pratiques.

Enfin, un investisseur a par ailleurs appelé à une réflexion d'ensemble sur les retraites chapeaux et à la définition de bonnes pratiques permettant la comparaison entre les sociétés.

XVI. - Say on pay (§ 26)

Rappel de la proposition : individualiser les résolutions présentées à l'assemblée générale y compris pour le président du conseil d'administration ou le président du conseil de surveillance et renforcer les exigences du code sur la procédure à suivre en cas de vote négatif.

79. Cette recommandation, qui n'a pas été modifiée à l'issue de la consultation publique, a été globalement bien accueillie par les participants. La plupart d'entre eux a néanmoins relevé que les dispositions législatives et réglementaires qui entreront bientôt en vigueur en nécessiteront très rapidement la révision de sorte qu'elle ne devrait s'appliquer qu'à la saison 2017 des assemblées générales¹⁸.

Cela n'a pas empêché qu'une agence de conseil en vote considère que le code Afep-MEDEF, ce faisant, empiète sur les prérogatives du législateur à définir les compétences du conseil d'administration et de l'assemblée générale. Pour sa part, le Club des juristes a souligné que l'emploi de l'expression « vote impératif » prête à confusion s'agissant d'un vote qui, selon lui, reste consultatif *in fine*, le conseil ne devant pas être dépossédé de son pouvoir de fixer la rémunération des dirigeants.

¹⁸ Art. 161 de la Loi dite « Sapin II » et son décret d'application.

Seconde Partie - Les autres aspects évoqués par les participants

I. - Le préambule du code

80. La révision qui vient d'être conduite a donné aux deux organisations professionnelles l'occasion de modifier et étoffer le préambule, qui est une partie importante du code en ce qu'elle permet d'en exposer brièvement l'origine, les objectifs, la méthodologie et l'esprit et d'en souligner l'efficacité.

Sur ce dernier point, une agence de conseil a souhaité que les formulations soient plus nuancées. L'auteur de la présente synthèse a pour sa part fait valoir que ce n'est pas aux organisations en charge de l'élaboration du code d'affirmer, fût-ce en se référant aux rapports publiés chaque année par l'AMF et le HCGE, que la très grande majorité des entreprises qui se réfèrent au code respectent l'ensemble de ses principes. Même si elle est rigoureusement exacte, une telle affirmation pourrait laisser penser que la séparation des fonctions n'est pas nette entre les organisations chargées de l'élaboration du code et les autorités chargées du contrôle de son application. En outre, la légitimité du code ne découle pas de la bonne application de ses dispositions : elle la précède. Aussi a-t-il été suggéré de souligner l'efficacité du code par une phrase plus générale, s'efforçant de demeurer sur un registre normatif.

Cette suggestion a été suivie.

II. - La responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise

81. La responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise (RSE) a été évoquée par deux participants. La CCI de Paris Ile de France a jugé utile qu'à chaque fois qu'il est fait référence à la communication financière de la société le champ de la communication soit étendu aux informations extra-financières. Un investisseur institutionnel a préconisé l'instauration d'un critère RSE dans les rémunérations variables des dirigeants.

L'entrée de la thématique de la RSE dans le code a également été soutenue par l'auteur de la présente synthèse.

82. Le choix a été fait, par les deux organisations, de réaliser cette entrée. Pour la première fois depuis sa création, le code prévoit que :

- les membres du conseil d'administration « sont informés (...) des principaux enjeux, y compris dans le domaine de la responsabilité sociale et environnementale de la société » (§ 3.1) ;
- le conseil veille à ce que les actionnaires et les investisseurs reçoivent une information pertinente, équilibrée et pédagogique sur la stratégie, le modèle de développement, les perspectives à long terme de l'entreprise, « ainsi que sur la prise en compte des enjeux extra-financiers significatifs pour la société » (§ 4.2).

83. Ces deux dispositions sont de nature à compléter les obligations légales qui pèsent déjà sur les sociétés cotées en termes de communication extra-financière¹⁹. Et ceci en recommandant que les principaux enjeux relatifs à la RSE soient portés à la connaissance du conseil qui pourra alors veiller à ce qu'ils fassent l'objet d'une information équilibrée, pertinente et pédagogique aux actionnaires et investisseurs. A travers l'information dont il est à la fois le destinataire et le garant, le conseil est désormais regardé comme un rouage essentiel de la RSE.

84. Ces dispositions, qui touchent véritablement à la gouvernance des sociétés cotées, ne sont pas exclusives d'une démarche consistant, pour ces dernières, à intégrer la RSE au titre des critères quantifiables permettant de déterminer la rémunération variable annuelle des dirigeants mandataires sociaux exécutifs. Il est en effet précisé, dans la version révisée du code, que ces critères « *ne sont pas nécessairement financiers* » (§ 24.3.2).

III. - Les comités

85. La formulation de principes généraux applicables à l'ensemble des comités (§ 14) a été favorablement commentée.

86. La CCI de Paris Ile de France a suggéré que la structure des rubriques consacrées aux différents comités soit harmonisée et obéisse à chaque fois au même découpage (composition, attributions et modalités de fonctionnement). Cette suggestion a été retenue.

87. S'agissant de la participation d'un administrateur salarié au comité des rémunérations (§ 17.1), deux associations professionnelles ont préconisé que l'expression « *administrateur salarié* » soit remplacée par « *administrateur représentant les salariés ou les salariés actionnaires* ». Et ceci afin qu'il apparaisse sans ambiguïté que c'est bien un salarié issu de l'une ou l'autre des catégories de salariés visées par la loi qui peut avoir la qualité de membre de ce comité²⁰.

Le § 17.1 n'a pas été modifié sur ce point.

En revanche, il faut noter que, dans ce § 17.1 révisé, le code n'emploie plus l'expression « *il est conseillé* » comme dans la version antérieure, mais « *il est recommandé* ». La participation au comité des rémunérations d'un administrateur salarié constitue donc bien une recommandation soumise à la règle « *appliquer ou expliquer* », ainsi que l'avait précisé le HCGE²¹.

¹⁹ Art. L. 225-100 C. com.

²⁰ Art. L. 225-27 et L. 225-27-1 C. com. (administrateur élu parmi les salariés) ou art. L. 225-23 C. com. (administrateur élu parmi les actionnaires salariés).

²¹ HCGE, Rapport d'activité 2015, p. 12 et Rapport d'activité 2016, p. 14.

IV. - Les conflits d'intérêts

88. Plusieurs participants ont évoqué la problématique des conflits d'intérêts, qui est déjà abordée à de nombreuses reprises dans le code, qu'il s'agisse de la responsabilité propre à l'actionnaire majoritaire (§ 1.5), des cessions portant sur la moitié au moins des actifs de la société (§ 5.3), des administrateurs indépendants (§ 8.5 et § 8.7), des attributions du comité d'audit (§ 15.2) ou de la déontologie de l'administrateur (§ 19).

Les situations étant diverses, les deux organisations en charge de l'élaboration du code n'ont pas considéré opportun de construire et d'inclure dans cet instrument une théorie générale du conflit d'intérêts. Mais elles se sont montrées favorables à des améliorations.

89. Au terme de la phase de consultation, la rédaction du § 1.5 a été recentrée sur la nécessaire prise en compte de tous les intérêts en présence. Il est désormais précisé que l'actionnaire majoritaire « *veille avec une attention particulière à prévenir les éventuels conflits d'intérêts et à tenir compte de tous les intérêts* ». Ce recentrage a pu s'opérer grâce à la suppression du bout de phrase relatif à « *la transparence de l'information fournie au marché* », qui concernait des obligations d'information financière pesant en réalité sur la société, et non sur son actionnaire majoritaire.

Dans cette même veine, le § 1.4 a été réécrit. Celui-ci indique dorénavant que « le conseil agissant dans l'intérêt social de l'entreprise, il n'est pas souhaitable, en dehors des cas prévus par la loi, de multiplier en son sein la représentation d'intérêts spécifiques ». Dans sa formulation initiale, qui disait que « le conseil représente l'ensemble des actionnaires », ce paragraphe a en effet soulevé beaucoup de réactions. L'idée qui y était exprimée était que le conseil doit agir dans l'intérêt de tous les actionnaires (et pas seulement de l'actionnaire de contrôle). Mais, mal interprétée, la phrase pouvait aussi vouloir dire que le rôle du conseil est de représenter les seuls actionnaires. D'où la réaction de certains participants rappelant que le conseil représente aussi d'autres intérêts, notamment ceux des salariés, et celle du Club des juristes qui a avancé que le § 1.4 ainsi rédigé était contraire aux recommandations de vote des principales agences de conseil en vote et a conseillé de le supprimer. Sur les suggestions de l'auteur de la présente synthèse, celui-ci a été réécrit.

90. Inversement, le § 8.7 n'a pas été retouché. Ce paragraphe prévoit qu'au-delà d'un seuil de 10 % en capital ou en droits de vote, le conseil s'interroge systématiquement sur le point de savoir si l'administrateur représentant l'actionnaire peut encore être qualifié d'indépendant, et ceci en tenant compte de la composition du capital de la société et de l'existence d'un conflit d'intérêts potentiel. Ce seuil a été critiqué par un cabinet d'avocats participant à la consultation. Il a toutefois été maintenu par l'Afep et le MEDEF afin qu'une directive claire soit donnée dans la détection de possibles conflits d'intérêts incompatibles avec la qualification d'administrateur indépendant (rapp. § 8.5).

91. Enfin, pour renforcer la prévention et la gestion des conflits d'intérêts, le § 19 relatif à la déontologie des administrateurs a été complété. Ce paragraphe indiquait déjà que l'administrateur doit « *faire part au conseil de toute situation de conflit d'intérêts même*

potentiel et s'abstient de participer au vote de la délibération correspondante ». Il est dorénavant assorti, dans sa dernière phrase, de la recommandation nouvelle que « *le règlement intérieur précise les règles de prévention et de gestion des conflits d'intérêts* ».

V. - Les censeurs

92. Les censeurs n'étant pas du tout évoqués dans le code, un investisseur a souhaité qu'il en aille autrement. Selon lui, les conditions de leur nomination, leur mission et mode de rémunération devraient être clairement définis. Une agence de conseil en vote s'est également exprimée en faveur de l'accroissement de leur rôle.

Mais une autre agence de conseil en vote a soutenu la position inverse et approuvé le choix du code de ne pas les mentionner, qu'elle a interprété comme le refus par l'Afep et le MEDEF de toute recommandation pouvant être considérée comme un encouragement à les désigner. Une association professionnelle s'est elle aussi montrée hostile à l'intégration des censeurs dans le périmètre du code au motif que ce ne sont pas des administrateurs.

93. En l'état, le code n'a pas été modifié sur ce point. Le sujet n'a pas été considéré comme prioritaire.

VI. - Clawback

94. Deux investisseurs ont souhaité que le code intègre un mécanisme du *clawback* permettant à la société d'exiger le remboursement partiel ou total de versements qui auraient été faits à un dirigeant sur la base d'une information erronée.

Compte tenu des procédés existant déjà en droit positif français (restitution de l'indu, enrichissement injustifié) et de la liberté des sociétés de s'en saisir, le cas échéant par voie de clauses contractuelles stipulées par avance, cette suggestion n'a pas été retenue par les deux organisations en charge de l'élaboration du code.

VII. - Améliorations rédactionnelles

95. Plusieurs participants, dont une association professionnelle, ont par leur contribution attentive et précise permis qu'il soit procédé à certaines améliorations rédactionnelles ponctuelles, œuvrant ainsi conjointement avec l'Afep et le MEDEF à la qualité, à la cohérence et à l'intelligibilité du code de gouvernement d'entreprise.

Conclusion

96. Au terme de la présente synthèse, il apparaît que la participation à la consultation ouverte le 24 mai 2016 a été large, approfondie et fructueuse. Le processus d'élaboration du code s'en est trouvé ouvert et enrichi.

Ainsi, la consultation aura notamment permis à l'Afep et le MEDEF d'amender ou améliorer la version soumise à consultation sur les points suivants :

- principe d'action du conseil dans l'intérêt social et, en dehors des cas prévus par la loi, de non-multiplication en son sein de la représentation d'intérêts spécifiques (§ 1.4) ;
- information des membres du conseil d'administration des principaux enjeux dans le domaine de la responsabilité sociale et environnementale (§ 3.1) ;
- information des actionnaires et des investisseurs sur la prise en compte des enjeux extra-financiers significatifs pour la société (§ 4.2) ;
- en termes de diversité, prise en compte maintenue de la représentation des femmes et des hommes et des nationalités, et référence nouvelle aux expériences internationales et expertises (§ 6.2) ;
- reformulation et renforcement du critère d'indépendance de l'administrateur en présence de fonctions exercées au sein du groupe (§ 8.5.1) et plus grande prise en compte des critères qualitatifs dans l'appréciation d'une relation d'affaires significative (§ 8.5.3) ;
- renforcement de la limite de 12 ans à compter de laquelle un administrateur perd sa qualité d'indépendant (§ 8.5.6) ;
- allègement du paragraphe relatif au comité d'audit (§ 15) ;
- recommandation que le règlement intérieur du conseil précise les règles de prévention et de gestion des conflits d'intérêts (§ 19) ;
- rémunération des dirigeants mandataires sociaux adaptée à la stratégie et au contexte de l'entreprise (§ 24.1.1) ;
- mention expresse de ce que les principes de détermination de la rémunération s'appliquent à l'ensemble de ses éléments, en ce compris les rémunérations de long terme et exceptionnelles aux (§ 24.1.2) ;
- rédaction renforcée du paragraphe applicable aux sociétés en commandite par actions (§ 24.1.3) ;

- nouvelle rédaction du paragraphe relatif aux rémunérations exceptionnelles (§ 24.3.4).

97. De telles modifications ne doivent pas faire oublier les autres nouveautés introduites à l'occasion de la présente révision.

Notons en particulier :

- la distinction entre mandataires sociaux exécutifs et mandataires sociaux non-exécutifs (Préambule) ;
- la recommandation que l'administrateur référent soit indépendant (§ 6.3) ;
- la non-indépendance du dirigeant mandataire social non-exécutif percevant une rémunération variable en numéraires ou des titres ou toute rémunération liée à la performance de la société ou du groupe (§ 8.6) ;
- la formulation de principes généraux applicables à l'ensemble des comités (§ 14) ;
- l'actualisation des dispositions relatives au comité d'audit (§ 15) ;
- la réorganisation des recommandations relatives à l'obligation de détention d'actions (§ 22) et à la conclusion d'un accord de non-concurrence (§ 23) ;
- l'exigence d'une motivation en cas de conclusion d'un accord de non-concurrence au moment du départ du dirigeant alors qu'aucune clause n'avait été préalablement stipulée (§ 23.4) ;
- la recommandation que le conseil d'administration motive ses décisions en matière de rémunération des dirigeants mandataires sociaux exécutifs (§ 24.1.1) ;
- le caractère non souhaitable de l'attribution aux dirigeants mandataires sociaux non-exécutifs d'une rémunération variable, d'options d'actions ou d'actions de performance (§ 24.2) ;
- la distinction des critères qualitatifs et quantifiables et la précision que ces derniers ne sont pas nécessairement financiers (§ 24.3.2) ;
- la précision que le critère du cours de bourse peut être apprécié de manière relative (§ 24.3.2) ;
- la précision de la finalité de l'indemnité de prise de fonctions (§ 24.4) ;
- la création d'un paragraphe regroupant tous les éléments relatifs au départ des dirigeants mandataires sociaux (§ 24.5) ;
- la suppression de l'exigence que le départ contraint soit lié à un changement de contrôle ou de stratégie (§ 24.5.1) ;

- la limitation du montant maximal de l'indemnité de départ à deux ans de rémunération fixe et variable annuelle, ce qui exclut l'intégration dans ce montant des rémunérations pluriannuelles (§ 24.5.1) ;
- la généralisation de cette exclusion aux indemnités de non-concurrence (§ 23.5) et aux régimes de retraite supplémentaires à prestations définies (§ 24.6.2) ;
- la précision que les conditions financières du départ doivent être détaillées de manière exhaustive et rendues publiques (§ 24.5.2) ;
- la soumission de l'ensemble des régimes de retraite supplémentaire aux principes généraux de détermination des rémunérations (§ 24.6.1).